

Una crisis y dos rescates: una visión general en clave de política económica

Autor 1: Manuel Benítez Pérez

Autor 2: José Luis Bernal González

Tutor del Trabajo: Miguel Jesús Medina Viruel

Resumen. La crisis económica pasó como un ciclón por España. Todos los sectores se vieron gravemente perjudicados, pero sin duda alguna el que más sufrió las consecuencias fue el sector inmobiliario. Durante los años del boom éste había sido visto como la panacea de la rentabilidad, siendo esto refutado por la realidad en 2008. La gran exposición al ladrillo y las malas decisiones dieron paso a la crisis financiera. Este trabajo, en primer lugar, trata desde un punto de vista teórico el fenómeno de las crisis económicas. En segundo lugar, pone la lupa sobre la coyuntura española y las consecuencias de la crisis. Posteriormente, se centra en los rescates y reformas financieras que hemos sufrido durante estos últimos años, para concluir con unas reflexiones finales en clave de política económica.

Palabras clave: Crisis Económica, Burbuja Económica, Sistema Financiero, Rescate Financiero, Banco Central Europeo

Abstract. In Spain, the economic crisis was like a cyclone. Every sector was seriously damaged, but the most one was the real state sector. During the years of the boom, the real state sector was seen like the best profitable investment. However, in 2008, this idea was completely refuted by reality. A great overexposure in bricks and to many bad decisions led us to the financial crisis. In first place, this research shows a theoretical point of view of economic crisis phenomenon. Next, it studies the Spanish conjuncture and the consequences of the crisis. Afterward, it focuses attention in the latest financial rescues and reforms, to conclude with a few final reflexions in key of economic policy.

Keywords: Economic crisis, Economic Bubble, Financial System, Financial Rescue, European Central Bank

1 La crisis económica de la teoría a la realidad

En este capítulo pondremos en contexto teórico y empírico la situación en la que se encontraba la economía española cuando su sistema financiero fue rescatado. Es fundamental estudiar el fenómeno de la crisis y sus causas como parte explicativa del problema.

1.1 Los distintos enfoques teóricos

La crisis económica se puede explicar desde numerosos puntos de vista teóricos. Los tres que consideramos más importantes son los siguientes:

1. Enfoque de Demanda.
2. Enfoque de la Estructura del Capital.
3. Enfoque de Oferta Monetaria.

1.1.1. Enfoque de Demanda

Desde este punto de vista económico, la causa principal de la crisis económica se encuentra en la propia naturaleza del mercado, institución imperfecta que es incapaz de realizar por sí sola una asignación eficiente de los recursos.

Estas eran las tesis que defendían (y defienden) economistas como Keynes, Fisher o Krugman, entre otros muchos.

Para estos, es la acumulación excesiva de deuda por parte de los agentes privados el motivo principal por el que los balances de las empresas salten por los aires. Es aquí, en el momento Minsky, cuando se contrae la propensión marginal a consumir de los agentes económicos y la economía entra en deflación.

Esta deflación de demanda es nociva para la economía en general. Los bajos precios provocan quiebras generalizadas que destruyen la riqueza generada en el periodo anterior de expansión.

La solución que proponen los autores de este enfoque es claro: el Estado debe reactivar la demanda agregada mediante la intervención directa en el mercado, a través de la política fiscal y monetaria. De esta forma, la propensión marginal a consumir volvería a aumentar, el proceso deflacionario se detendría y la economía no colapsaría de una forma tan fulminante.

1.1.2. Enfoque de la Estructura del Capital

Para estos economistas, entre los que podemos encontrar nombres ilustres como Hayek o Mises, la crisis económica no está provocada por causas exclusivamente de mercado. Es más, piensan que es la ausencia de libre mercado y la intervención constante de la autoridad monetaria en la manipulación artificial de los tipos de interés lo que realmente causa los ciclos de expansión y depresión.

Esto se debe principalmente a que, al alterarse los tipos de interés, la estructura intertemporal de la producción se ve afectada de forma artificial, generándose tensiones entre las primeras etapas de producción y las últimas. La ausencia de recursos reales choca con la disponibilidad y abundancia de crédito barato, que refleja una suerte de falsa apariencia de riqueza generalizada. En realidad, simplemente se están camuflando sistemáticamente los riesgos empresariales, porque el mecanismo de precios está adulterado. Cuando los tipos vuelven a su sitio, afloran los riesgos y aparecen las quiebras generalizadas.

Ante esto, proponen un sistema monetario basado en la banca libre y la minimización de la intervención del Estado a través de la política fiscal. Que sean los propios agentes los que de forma descentralizada planifiquen los procesos productivos, y busquen con la información que tienen a su disposición las nuevas oportunidades de negocio.

1.1.3. Enfoque de la Oferta Monetaria

Este último tercer enfoque centra su atención en el dinero como recurso económico y en la influencia que tiene sobre los precios. Firmes defensores del estricto control de la inflación en cotas aproximadas al 2%, los miembros de la Escuela de Chicago liderados por Friedman son firmes defensores del mercado libre en casi toda su extensión.

Decimos en casi toda porque hay una excepción en sus tesis: la política monetaria. Los monetaristas entienden que debe existir un Banco Central que regule la cantidad de dinero en la economía para mantener «a raya» la inflación. Según dicen, a largo plazo el dinero es neutral, por lo que este tipo de políticas monetarias han de centrarse en el corto plazo.

1.2. La evidencia empírica

Tras el breve recorrido teórico, hemos de centrar nuestra atención en el estudio de la coyuntura económica en España desde los años anteriores a la crisis hasta aquellos en los que se consuma. Este será el panorama que nos encontraremos para analizar con rigor los rescates financieros.

1.2.1. La crisis financiera

Para comenzar, tal y como se muestra en la Gráfico 1, en los años previos a la crisis económica el Banco Central Europeo (en adelante BCE) toma la decisión de llevar a cabo una expansión monetaria con la reducción de los tipos de interés, instrumentalizada a través de las facilidades de depósitos, las principales operaciones de refinanciación y la facilidad de préstamos marginales. De esta forma, los tipos de interés oficiales pasan del 4,75% en el 2000 a rondar el 2% en el 2003. Una reducción en el coste de la financiación que va a tener importantes repercusiones económicas.

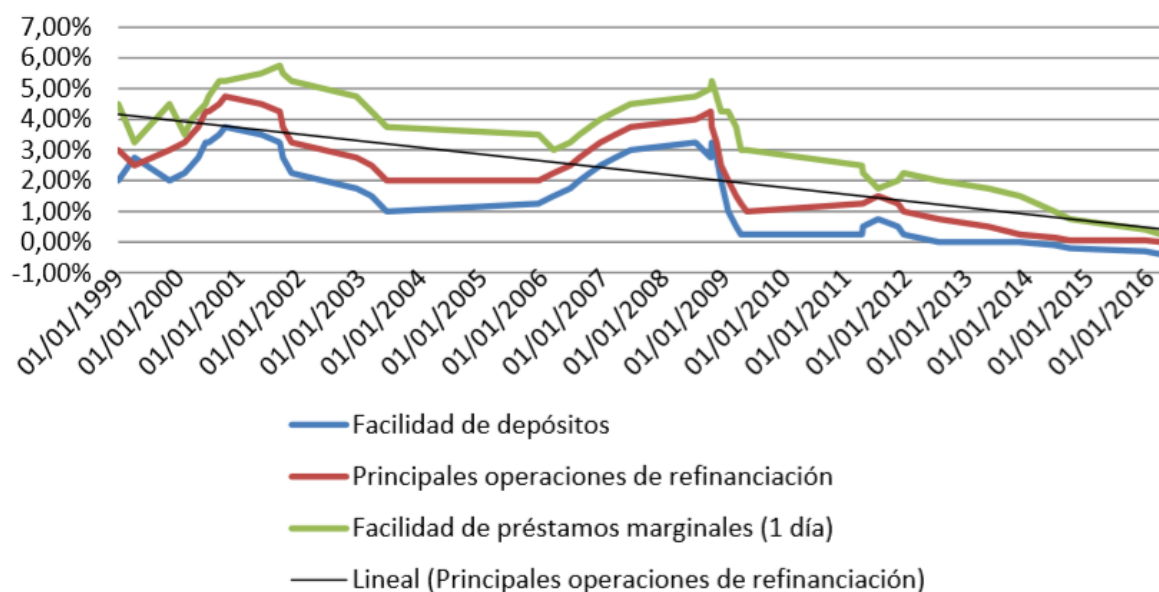


Gráfico 1- Tipos de interés oficiales

Fuente: Banco Central Europeo (2017).

Como es natural, el Euribor siguió la tendencia marcada por las autoridades monetarias. Durante los años de la expansión disminuyó, aunque siempre un poco menos que los tipos oficiales. Durante los años 2000 y 2001 se situó en cotas superiores al 4%, cayendo drásticamente a partir del 2003 hasta el 2,705%. Una reducción de más de un punto motivada por la expansión monetaria. Así podemos observarlo en el Gráfico 2.

Esta reducción artificial del coste de la financiación junto a una fuerte competencia en el mercado fue el acicate idóneo que llevó a las entidades financieras a expandir el crédito. En España en concreto ese crédito se dirigió fundamentalmente al sector del ladrillo. Las viviendas siempre han sido vistas por la sociedad española no solo como un lugar donde vivir, sino también una inversión a largo plazo que no se ve afectada por la inflación tanto como otro tipo de inversiones reales. Explicar las causas sociológicas de este fenómeno no son objeto de este trabajo, pero sí podría darnos una mejor comprensión del porqué de esta situación.

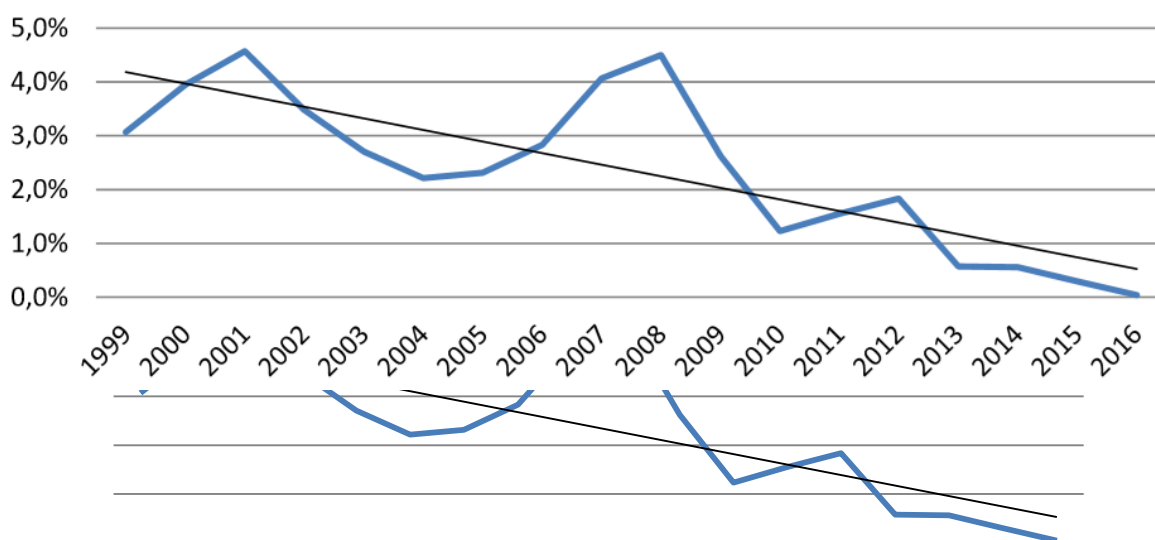


Gráfico 2- Euribor

Fuente: BBVA (2017).

Por lo tanto, no nos debe extrañar que el tipo de interés medio de las hipotecas pasara del 6,5% en 2001 al 3%

en 2003. Estábamos ante los inicios de una burbuja inmobiliaria que nos traería terribles consecuencias. Tanto fue así, que el crédito barato favoreció que el endeudamiento privado llegara a superar el 200% del PIB, tal y como se muestra en el Gráfico 3.

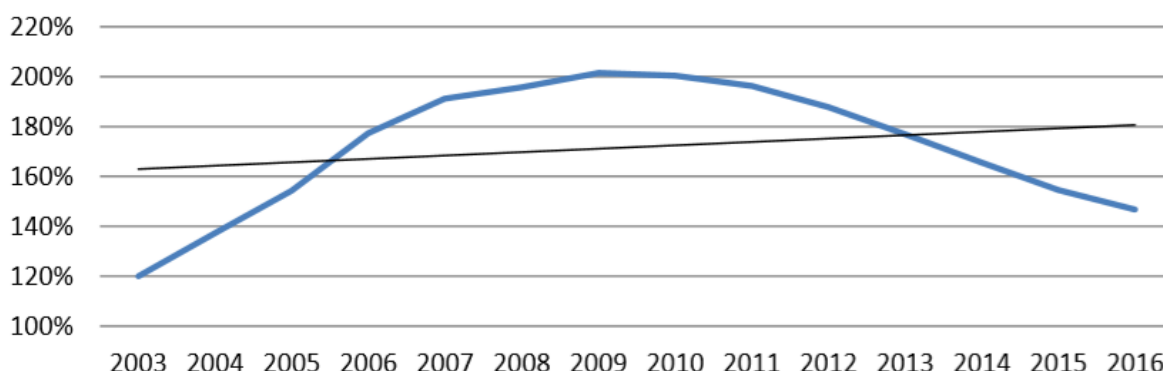


Gráfico 3- Deuda Privada (% sobre PIB)

Fuente: Eurostat (2017)

Es en 2009 cuando podemos situar el momento Minsky. El endeudamiento privado a unos tipos de interés bajos llega a tal punto que, tras las subidas de los tipos oficiales y el Euribor en 2006, los balances saltaran por los aires. Lo que en un principio era rentable resulta que ya no lo era. Es por ello por lo que, una vez estallada la burbuja en 2009, el endeudamiento privado comienza a decrecer. Las malas inversiones acometidas durante la época del crédito barato comienzan a liquidarse. Por ello el Euribor vuelve a bajar de nuevo. Animado por una nueva expansión monetaria, los cambios en la preferencia por la liquidez provocan que nos encontremos ante una situación de quiebras generalizadas. Lo que antes era susceptible de refinanciar ya no lo es, por lo que la única solución factible es cerrar y liquidar.

Si ponemos en relación los niveles de deuda privada con el IPC (Tabla 1) vemos como el efecto Fisher parece haber funcionado durante la crisis. Tras una simulación econométrica, observamos que existe una relación lineal inversa entre ambas variables. La correlación entre ambas es del 62%. Sin embargo, el modelo resultante muestra que la inflación es capaz de explicar el 97,8% del comportamiento de la deuda privada. Es decir, el aumento del IPC tiene un efecto significativo sobre la reducción del pasivo.

Tabla 1- Capacidad de influencia de la inflación sobre el nivel de endeudamiento privado. Demostración del efecto Fisher

Dependent Variable: DEUDA_PRIVADA				
Method: Least Squares				
Date: 01/23/18 Time: 01:06				
Sample (adjusted): 3 14				
Included observations: 12 after adjustments				
Convergence not achieved after 500 iterations				
MA Backcast: 1 2				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.632311	0.189388	8.618894	0.0001
IPC	0.163278	0.319434	0.511148	0.6250
AR(1)	1.553512	0.156100	9.952017	0.0000
AR(2)	-0.687969	0.142714	-4.820630	0.0019
MA(2)	0.825358	2.77E-06	297937.0	0.0000
R-squared	0.978519	Mean dependent var		1.789917
Adjusted R-squared	0.966244	S.D. dependent var		0.195280
S.E. of regression	0.035878	Akaike info criterion		-3.523038
Sum squared resid	0.009011	Schwarz criterion		-3.320993
Log likelihood	26.13823	Hannan-Quinn criter.		-3.597842
F-statistic	79.71763	Durbin-Watson stat		2.129017
Prob(F-statistic)	0.000006			

Fuente: Simulación con Eviews a partir de datos de las Gráficos 13 y 8 (2017).

Como podemos observar en el Gráfico 4, el PIB de España se contrajo hasta un 3,6%. Esta caída en la producción agregada tuvo enormes consecuencias que aun hoy día seguimos arrastrando.

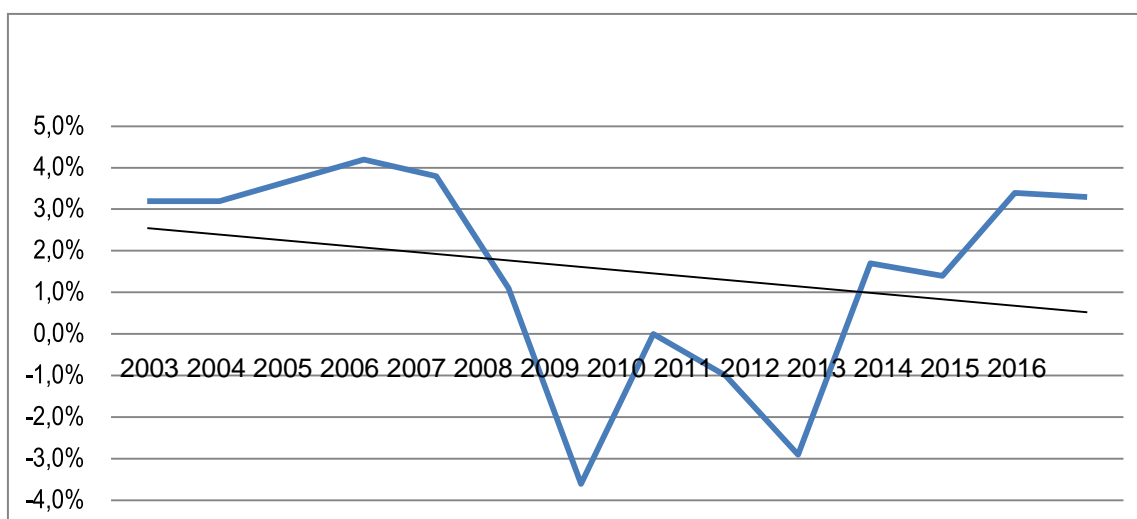


Gráfico 4- PIB España (precios de mercado)

Fuente: INE (2017).

La más catastrófica de todas es, sin lugar a dudas, la elevadísima tasa de paro. La tasa de desempleo en España llegó a superar el 26%, a lo que tenemos que añadir la fuga de personas jóvenes y no tan jóvenes fuera de nuestras fronteras. Así se muestra en el Gráfico 5.

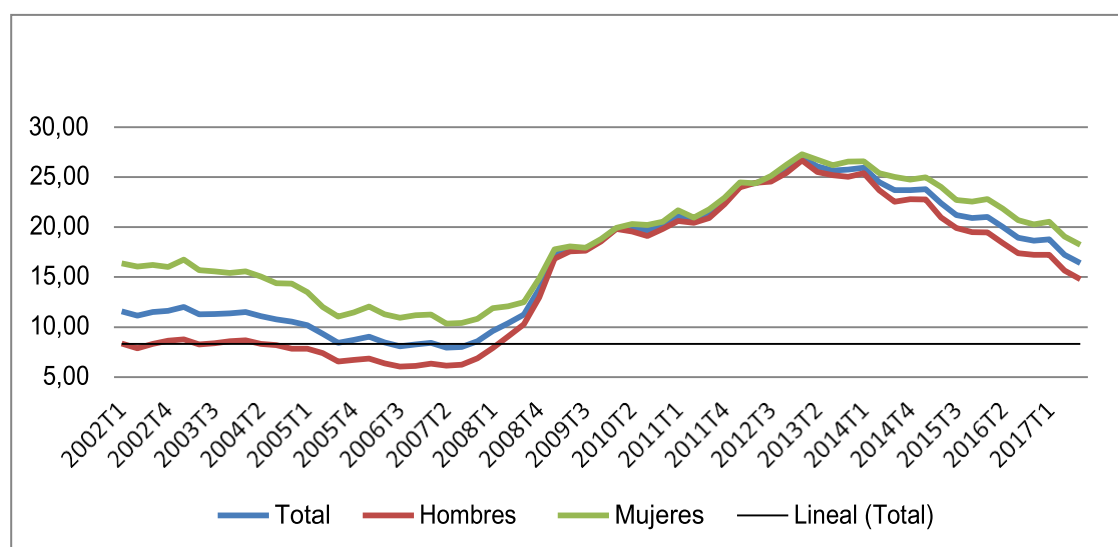


Gráfico 5- Tasa de paro

Fuente: INE (2017).

El alto nivel de desempleo trajo consigo una merma en la capacidad de las familias de hacer frente a sus obligaciones económicas. Consecuencia de esto es el incremento de más del 100% del importe de los efectos de comercio impagados. Así queda reflejado en el Gráfico 6. No es sólo que la economía privada quedara hiperendeudada tras la burbuja, sino que esta deuda no es rentable. Así se va a disparar la morosidad, teniendo que pasar siete años hasta que se recuperen los niveles previos a la crisis. Esta situación, evidentemente, agravó la crisis financiera.

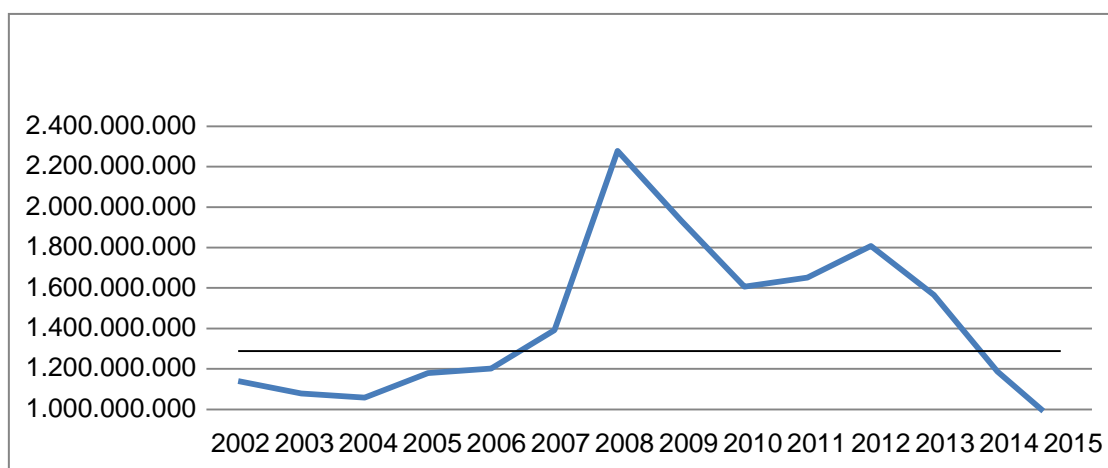


Gráfico 6- Efectos de comercio impagados

Fuente: INE (2017).

También es interesante analizar el comportamiento de los precios durante todo el proceso cíclico. Como podemos observar en el Gráfico 7, en el periodo anterior a la crisis nos situábamos en tasas de entre el 3% y el 4%. No obstante, el shock provocó que en 2009 nos situáramos en una situación de casi deflación. Esta situación fue producto de una caída en la demanda agregada provocada por la crisis. Al existir incertidumbre y una fuerte disminución de renta, los consumidores contraen su gasto, llevando al IPC a tasas negativas.

Sin embargo, en plena crisis, los estímulos llevados a cabo tanto dentro como fuera de nuestro país por las autoridades gubernamentales y monetarias devolvieron la inflación a cifras que rondaban el 2% y 3%. Pero hay un momento clave, que es la reducción del precio del petróleo en 2014, que provoca una deflación de oferta que lejos de ser un problema para la economía ha supuesto un estímulo.

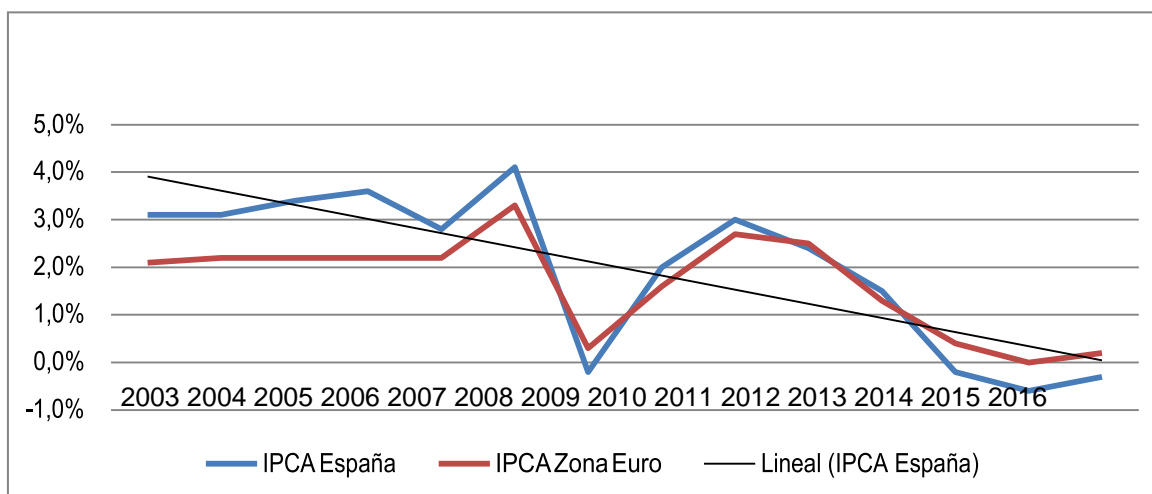


Gráfico 7- IPCA

Fuente: Eurostat (2017).

Además del IPC, también es interesante estudiar el comportamiento de los precios industriales a través del IPRI. Como queda reflejado en el Gráfico 8, tras unos años en los que este se situaba en torno a unos niveles del 4% y 6%, en el año 2007 (justo antes de la crisis) se contrae llegando a superar el -3%. Esto puede ser indicativo de lo que posteriormente iba a llegar, ya que en ese mismo año el precio de los bienes de consumo superaba el 3%. Las tensiones entre la producción industrial y el consumo producidas por la expansión crediticia eran latentes. Tanto es así, que en el año 2009 (año del estallido de la crisis) nos vamos a encontrar una situación exactamente inversa: mientras los precios al consumo se encuentran en tasas negativas, los precios industriales crecen con vigor. Esta última situación puede deberse, al menos en parte, a los estímulos fiscales llevados a cabo por el Gobierno de España. Vemos como en 2012, cuando se produce el cambio de

Gobierno y la adopción de una nueva política económica, los precios industriales vuelven a situarse en cotas negativas, situación que se refuerza con la caída de los precios del petróleo.

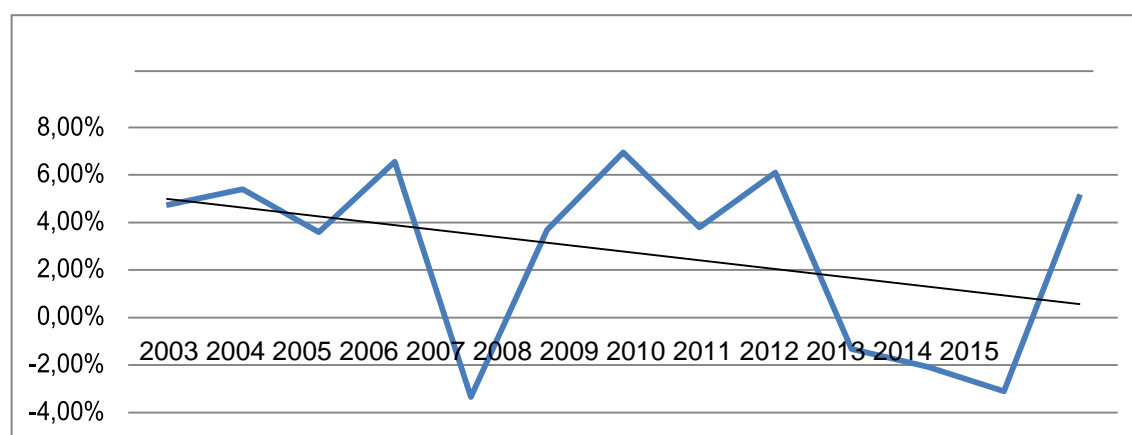


Gráfico 8- IPRI (media anual)

Fuente: INE (2017).

Para finalizar el apartado de la crisis financiera, no podemos sino al menos mencionar el rescate que se puso a disposición de España para el saneamiento de sus entidades financieras insolventes, producto de la sobreexposición al ladrillo y la excesiva euforia en la expansión de sucursales y oficinas. Empero, este particular será objeto de estudio de los siguientes capítulos.

Lo que sí debemos señalar es la incapacidad mostrada por el BCE para cumplir con los objetivos de inflación. Como queda claro en el Gráfico 9, el balance del BCE no ha hecho más que expandirse (se ha cuadruplicado), especialmente durante los años de la crisis y desde la bajada del precio del petróleo. Sin embargo, la inflación de la Zona Euro se ha situado durante esos años en cifras inferiores al 2%, incluso llegando a cifras negativas (Gráfico 8).

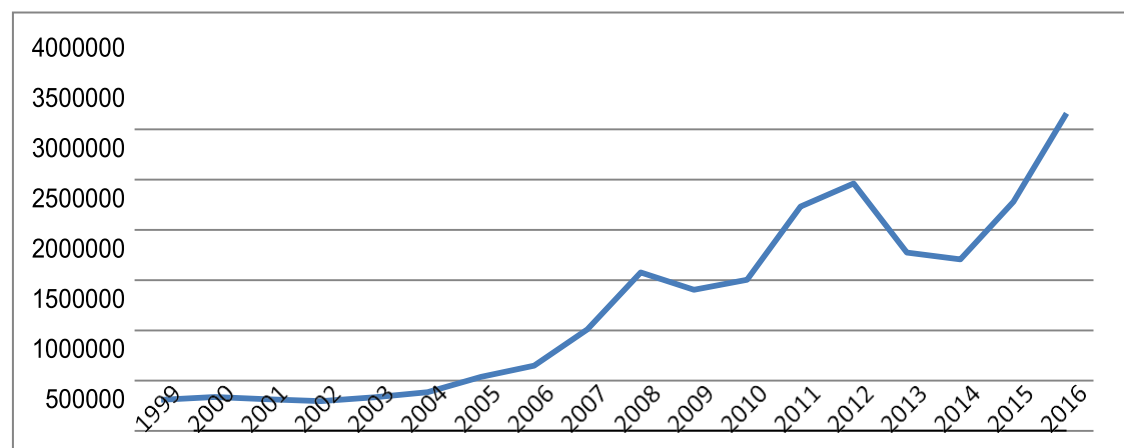


Gráfico 9- Balance BCE (millones de EUR)

Fuente: Banco Central Europeo (2017).

La expansión monetaria no está siendo útil para cumplir los objetivos del BCE. Pero sí está provocando que el Euríbor se sitúe en cifras cercanas al 0% o incluso negativas. Una situación anormal y extraordinaria que se está alargando demasiado tiempo, con el consiguiente daño que está provocando en los balances de las entidades financieras.

Tabla 2- Capacidad de actuación del BCE sobre el Euribor y la inflación. Modelos de regresión

Dependent Variable: EURIBOR Method: Least Squares Date: 10/29/17 Time: 11:15 Sample: 2003 2016 Included observations: 14					Dependent Variable: IPC Method: Least Squares Date: 01/23/18 Time: 01:32 Sample (adjusted): 2 14 Included observations: 13 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.527190	0.336372	1.567282	0.1481	C	0.006756	0.008831	0.765086	0.4662
DEPOSITOS	0.789929	0.921548	0.857176	0.4114	DEPOSITOS	-0.037069	0.060549	-0.612219	0.5574
PRESTMARGIN	0.176813	0.365414	0.483872	0.6389	PRESTMARGIN	0.029793	0.106727	0.279152	0.7872
REFINANCIACION	0.103974	1.179842	0.088125	0.9315	REFINANCIACION	-0.021562	0.192325	-0.112114	0.9135
					IPC(-1)	0.481241	0.294958	1.631554	0.1414
R-squared	0.902998	Mean dependent var	1.952071		R-squared	0.364124	Mean dependent var	0.014077	
Adjusted R-squared	0.873898	S.D. dependent var	1.353721		Adjusted R-squared	0.046186	S.D. dependent var	0.026001	
S.E. of regression	0.480718	Akaike info criterion	1.607884		S.E. of regression	0.025394	Akaike info criterion	-4.224890	
Sum squared resid	2.310896	Schwarz criterion	1.790471		Sum squared resid	0.005159	Schwarz criterion	-4.007602	
Log likelihood	-7.255185	Hannan-Quinn criter.	1.590982		Log likelihood	32.46179	Hannan-Quinn criter.	-4.269553	
F-statistic	31.03030	Durbin-Watson stat	2.405196		F-statistic	1.145267	Durbin-Watson stat	2.182740	
Prob(F-statistic)	0.000022				Prob(F-statistic)	0.401611			

Fuente: Simulación con Eviews a partir de datos de las Gráficos 13 y 15 (2017).

Tal y como se demuestra en la Gráfico 11, la política monetaria sí ha sido capaz de tener un efecto directo sobre el Euribor (izquierda). Tras una simulación econométrica, deducimos que los movimientos llevados a cabo en política monetaria por el BCE explican el 90% de las variaciones del Euribor. Sin embargo, la inflación (derecha) es otra cosa. El BCE no es capaz de, a través de sus instrumentos monetarios, moderar la inflación según su mandato. Los movimientos monetarios solo son capaces de explicar el 36% de la evolución de la inflación, lo cual supone un completo fracaso.

Esto ha de hacernos reflexionar y ver si el sistema financiero tal y como está construido en Europa hoy en día está bien concebido. El BCE tiene muy poca capacidad de actuar sobre la inflación de la Zona Euro a pesar de la ingente cantidad de dinero puesta en circulación a precios de ganga. El petróleo y las materias primas tienen más peso que las decisiones de Mario Draghi.

Quizás, a fuerza de querer cumplir un objetivo mandatado por un Gobierno con base en criterios políticos, estemos poniendo los cimientos de la próxima crisis económica generando burbujas ocultas en sectores de baja productividad y minando la capacidad de los bancos de generar rentabilidades suficientes. Deberíamos estar atentos.

1.2.2. La crisis de deuda

La crisis económica española no es producto de un problema de deuda pública. Hasta el año 2011, España mantuvo niveles de deuda pública inferiores a los de la UE (Gráfico 10). Además, antes de la crisis España se encontraba en una situación de superávit presupuestario, en gran parte motivado por la enorme burbuja que se estaba gestando en nuestra economía (Gráfico 11). Por lo tanto, afirmar que una de las causas de la crisis es la mala situación del erario público es erróneo. Sin embargo, lo que sí estamos en condiciones de afirmar es que la crisis financiera (principal causante de la crisis económica) que antes relatamos derivó en una crisis de deuda pública.

El motivo por el que podemos decir esto es que, tras el estallido de la burbuja inmobiliaria, el incremento del nivel de desempleo y la pérdida de renta en la economía, los ingresos del Estado se ven mermados. Del mismo modo que durante la época de la burbuja todo se mostraba de forma positiva, una vez esta estalla nos vamos a encontrar en la situación de que el Estado a corto plazo va a seguir manteniendo de forma más o menos estable su nivel de gasto, pero va a ver reducido considerablemente sus ingresos.

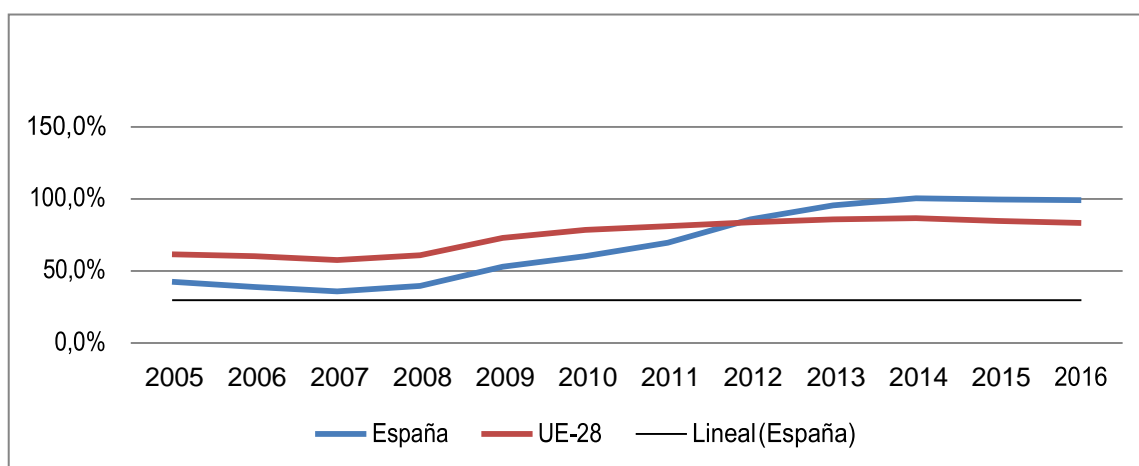


Gráfico 10- Deuda pública (% sobre PIB)

Fuente: Eurostat (2017).

Por ello, nuestro déficit público superó en 2009 el 10% y la deuda pública comenzó a dispararse. Ahora España sí que va a tener un problema real de deuda que va a verse acentuado a medida que la prima de riesgo va paulatinamente aumentando.

Tenemos que situar en todo este contexto de crisis nacional el panorama internacional. Al mismo tiempo que esto ocurre en España, se producen los famosos rescates a Irlanda, Portugal y Grecia. Se llega incluso a hablar de una vuelta atrás en el proyecto del Euro, pues la situación tornó crítica.

Volviendo a España, la situación en lo que respecta al déficit público no mejorará sustancialmente hasta que a finales de 2011 hay un cambio en el Gobierno de España, y con él un cambio en la política económica. Si bien es cierto que dicha política económica tiene puntos muy criticables, el cambio en el color del partido que gobernaba sí trajo una cosa importante para nuestra economía: confianza.

Comenzó a recortarse el gasto público, aumentaron los impuestos (directos e indirectos) y el déficit fue reduciéndose poco a poco. No obstante, a la fecha en la que se están escribiendo estas líneas aún no se ha alcanzado el objetivo del 3% marcado por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

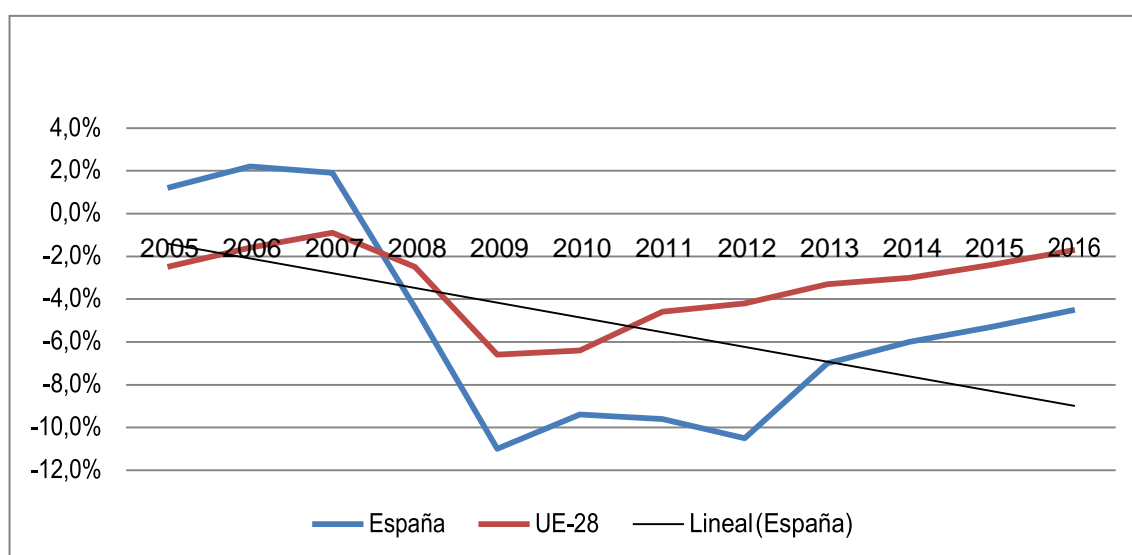


Gráfico 11- Déficit público (% sobre PIB)

Fuente: Eurostat (2017).

A pesar del cambio de Gobierno, en abril de 2012 las cuentas públicas de España vivieron una situación muy tensa. La prima de riesgo superó los 600 puntos básicos (Gráfico 12), haciendo inasumible financiar en los mercados

todo el déficit público que España tenía por aquél entonces. Sobre nuestra economía volaron los fantasmas del rescate, del mismo modo que ya lo habían hecho antes sobre Irlanda, Portugal y Grecia. Parecía que iban a venir los *hombres de negro* a dirigir nuestras cuentas desde Europa.

Pero ese día, Mario Draghi en rueda de prensa afirmó que «haría lo que fuera» por salvar la moneda única. De este modo, sus palabras trajeron tranquilidad a los mercados y desde entonces el riesgo país no ha hecho más que disminuir.

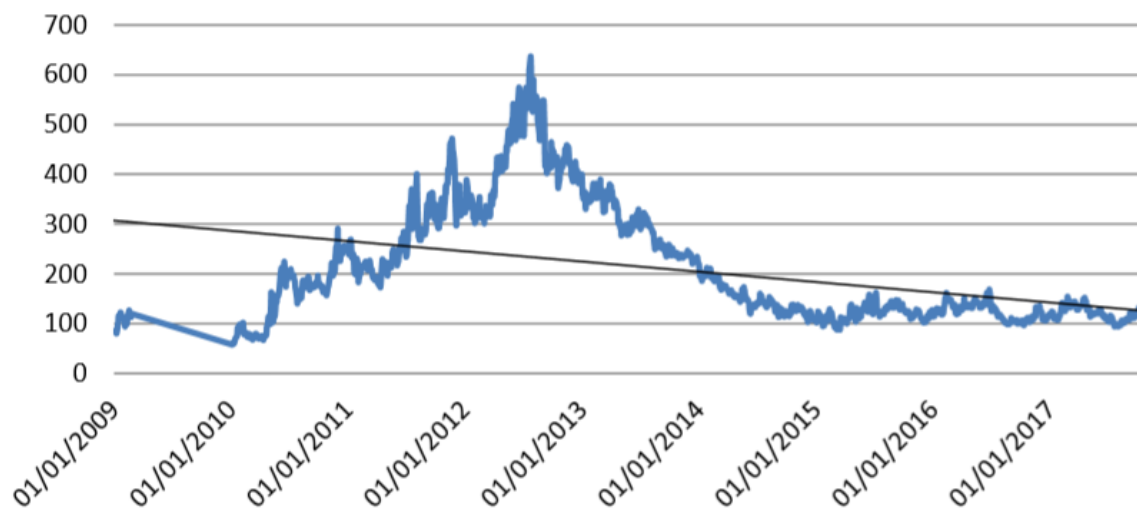


Gráfico 12- Prima de riesgo

Fuente: Expansión, Datos Macro (2017).

Este clima de desconfianza se reflejó sobre los tipos de interés de los bonos a 10 años. Como se observa en el Gráfico 13, a partir de que la crisis económica estallara la desconfianza de los mercados se apoderó de nuestro país. La brecha entre el interés pagado por España y la media de la Zona Euro se maximizó en noviembre de 2012. La situación llegó a un extremo de tal magnitud que estuvo sobre la mesa la posibilidad de que España fuera rescatada tal y como lo habían sido anteriormente Grecia, Irlanda o Portugal.

Por suerte para nuestro país, las palabras de Draghi junto a las reformas económicas puestas en marcha por el nuevo Gobierno consiguieron calmar la desconfianza de los mercados y no fue preciso que el Estado español fuera rescatado. Pero los problemas no desaparecieron, y el sistema financiero siguió muy debilitado.

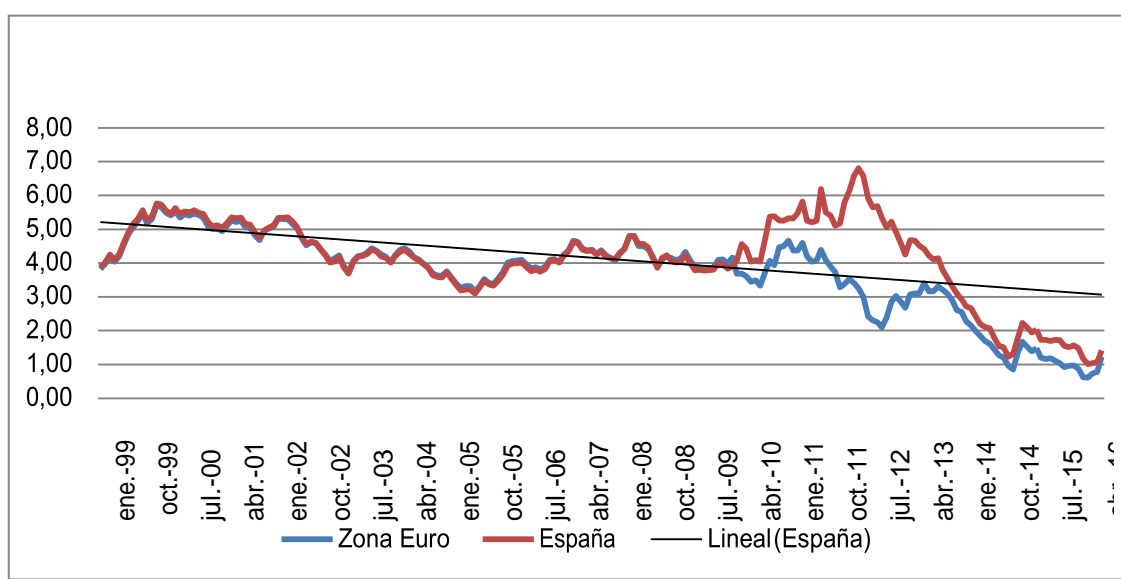


Gráfico 13- Rentabilidad bonos a 10 años

Fuente: INE (2017)

2 El sistema financiero español

Tal y como venimos señalando en capítulos anteriores, la crisis económica que azotó a España con bastante intensidad. En este capítulo trataremos de manera específica el papel del sistema financiero dentro de la economía, y cuál es el panorama del sistema financiero español haciendo alusión a los rescates financieros del año 2012.

2.1. La importancia del sistema financiero en las economías modernas

Según J.A. Álvarez y J.L. Calvo (2012), si partimos del equilibrio general de una economía, donde:

$$I + G + X = S + T + M$$

Llegamos a la conclusión que:

$$I = S + SPU + SEXT$$

Lo que significa que el nivel de inversión (I) de una economía debe coincidir con el ahorro generado por los actores privados (S), el sector público (S_{PU}) y el sector exterior (S_{EXT}). Siendo esta justamente la misión del sistema financiero, por un lado, canalizar los ahorros procedentes de las unidades económicas superavitarias hacia las inversiones acometidas por las unidades económicas deficitarias.

Desde esta óptica, podemos definir el sistema financiero como el «conjunto de instituciones, medios y mercados en el que se organiza la actividad financiera, de tal modo que ha de canalizar el ahorro, haciendo que los recursos que permiten desarrollar la actividad económica real lleguen desde aquellos individuos excedentarios en un momento determinado hasta aquellos otros deficitarios» (Martínez y Calvo, 2012).

Siguiendo las directrices de Martínez y Calvo (2012) son necesarios tres elementos:

- Las instituciones que lo configuraron, es decir, los intermediarios financieros.
- Los instrumentos utilizados para realizar la intermediación financiera, por tanto, los activos financieros.
- Los mecanismos de negociación de esos activos, relativo a los mercados financieros y su regulación

Centrando la atención en los intermediarios financieros como agentes partícipes en el desarrollo del mismo, podemos definirlos como aquellos agentes económicos especializados en las actividades de compraventa (simultánea) de contratos y títulos financieros” (Freixas y Rochet, 1999).

Los intermediarios financieros pueden concebirse como como *coaliciones* (mutuas) de prestamistas o prestatarios que explotan las economías de escala o de alcance de la tecnología de transacción. Como consecuencia de las actividades de los intermediarios financieros, los individuos consiguen una intermediación casi perfecta.

Los costes de transacción que existen en el mercado son fruto esencialmente de las asimetrías de información, que generan imperfecciones que pueden ser mitigadas por los intermediarios financieros. Estos costes de transacción incluyen no solo los costes monetarios, sino también los costes de búsqueda, así como los costes de supervisión y auditoría.

No podemos olvidar que los bancos son unos de los grandes intermediarios financieros, que financian una proporción significativa de los préstamos que conceden por medio de los depósitos del público. Esta actividad prestamista y de depósito hace que merezcan un tratamiento especial dentro del estudio del sistema financiero. Estos contratos financieros no pueden revenderse fácilmente, a diferencia de los títulos financieros como acciones y bonos, fácilmente negociables y en los que predomina la nota del anonimato.

2.2. El sistema financiero español. Funcionamiento, objetivos e instituciones

El sistema financiero español presentaba en el año 2012 importantes síntomas de deterioro, lo que suponía la inminente necesidad de ser sometido a una fuerte reestructuración que implicase cambios fundamentales. Este fuerte deterioro se manifestaba en los pobres niveles de solvencia de las entidades financieras, que se mostraba a su vez en la incapacidad para hacer frente a sus propias tasas de morosidad.

Las autoridades, alarmadas ante esta situación, crearon el 28 de junio de 2009 el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (en adelante, FROB), impulsada por factores del sector en su conjunto, como también por factores en las entidades consideradas individualmente.

Este organismo se crea para analizar los planes de recuperación de las entidades con el objetivo de detectar cualquier posible obstáculo a la resolubilidad de las mismas, así como informar de los planes de resolución que el Banco de España y la Comisión Nacional del Mercado de Valores elaboren.

En un primer aspecto, el FROB favorece el redimensionamiento y la recapitalización del sistema bancario español en el contexto de la crisis financiera internacional, no podemos olvidar una de las diferencias claras de esta situación de crisis con respecto a las anteriores tal y como es su carácter mundial, y en su segunda vertiente, complementa la capacidad de los fondos de garantía de depósitos para resolver las crisis individuales.

A través de la creación de este organismo, se da un paso adelante hacia el complejo proceso de integración de cajas de ahorros y bancos, necesario para garantizar la sostenibilidad y el buen funcionamiento del sistema. Para asegurar una correcta reestructuración, la Ley 8/2012, relativa al saneamiento y venta de los activos inmobiliarios, exige la creación de un «banco malo» -la SAREB- para despojar de una forma veloz aquellos activos tóxicos vinculados con la actividad inmobiliaria.

El objetivo principal de la SAREB es la gestión y desinversión ordenada de la cartera de préstamos y activos inmobiliarios recibidos de las entidades participantes dentro de un horizonte temporal que no supere los 15 años. Para ello, la estructura de la SAREB permitirá segmentar su cartera de activos de la forma más eficiente desde la perspectiva tanto de la utilización del capital como de su distribución.

2.3. El rescate público a las entidades insolventes

Sin embargo, los continuos esfuerzos llevados a cabo tras la creación del FROB y la SAREB no motivaron un cambio sustancial en el panorama económico y financiero español. Esta situación se vio fuertemente empeorada con el rescate de Bankia, que necesitó 19.000 millones, unidos a los 4.465 solicitados inicialmente.

La situación en el panorama financiero español era bastante turbia, por lo que España solicita a la Unión Europea el Memorandum de Entendimiento junto a un Acuerdo de Asistencia Financiera que pusieran las bases de una futura reforma en el sector financiero.

La reforma del sistema financiero tenía tres pilares básicos:

- Por un lado, identificar las necesidades de capital de cada entidad de crédito a través de una revisión exhaustiva de la calidad de los activos del sector bancario y un ejercicio de prueba de resistencia individual.
- Aplicación de planes que permitan hacer frente a las necesidades de capital identificadas en la prueba de resistencia.
- La segregación de los activos problemáticos por parte de las entidades que reciban ayudas públicas a una SAREB.

Como consecuencia de los test de estrés realizados a la banca española, se demostró que la banca española arrojaba unas necesidades de capital valoradas en 53.745 millones de euros. Debemos matizar este dato, ya que aproximadamente el 50% de las necesidades de capital correspondían a Bankia.

No podemos tratar estos test de estrés como una verdad absoluta, puesto que en el supuesto del Popular no contemplaron la amplia cartera de activos en su balance, que sin ir más lejos, le llevo a la quiebra en abril de 2017. Por este motivo, muchos expertos ponen en entredicho la razón de ser de estas pruebas, alumbradas inicialmente como un mecanismo para evitar futuras crisis bancarias.

2.3.1 ¿Qué es un bail-out? Ventajas y desventajas de este mecanismo

El sistema bail-out constituye un supuesto de recapitalización externa, en la que es la ciudadanía con sus impuestos y aportaciones los encargados de asumir el coste que implica el proceso de recapitalización de una entidad bancaria.

A grandes rasgos, este ha sido el sistema utilizado por la mayor parte de los gobiernos europeos. Los rescates financieros producidos en España durante la época de recesión también han seguido este modelo. Afirmación también matizable, ya que no podemos olvidar el supuesto de la entidad popular, realizada bajo el modelo bail-in.

Este mecanismo presenta las siguientes ventajas:

- En caso de realizarse a través del supuesto externo, en caso de que la entidad reflotase, el esfuerzo colectivo puede verse recompensado.
- Si es el Estado quien asume la gestión de la entidad quebrada, los criterios impuestos serían los de sanear la entidad quebrada y tratar de maximizar el interés general.
- De darse un supuesto de recapitalización externa, el elemento o carácter nacional podría perderse ya que las entidades estarían controladas por socios extranjeros.
- Por otra parte, los inconvenientes:
- Que sea el conjunto de la ciudadanía quien se haga cargo de la supervivencia de la entidad, convierte este modelo en un modelo de socialización de pérdidas.
- Es bastante deplorable que sea la ciudadanía la que asuma las malas prácticas llevadas a cabo en la sociedad. Debe prevalecer el principio de responsabilidad, tanto en su vertiente positiva como negativa.

2.4. El rescate a Bankia

El caso de Bankia ha constituido un punto de inflexión a la situación en materia financiera, puesto que no solo ha estado marcado por las consecuencias económicas, sino que se le unieron consecuencias de índole política y jurídica.

2.4.1. Antecedentes y aplicación del rescate

Para conocer con mayor profundidad el rescate de Bankia, tenemos que remontarnos al año 2004, año de euforia económica y optimismo desmesurado. El modelo de crecimiento iniciado a final del siglo XX bajo el gobierno de José María Aznar, parecía que había llegado a su fin.

La primera llamada de atención tuvo lugar el 22 de diciembre de 2004, a través de la cual los inspectores del Banco de España alertan de la necesidad de controlar la actividad inmobiliaria, cuando, para más inri, la adquisición de vivienda está asociada a un préstamo hipotecario. De nuevo en el año 2006 los inspectores del Banco de España alertan sobre el control de la actividad inmobiliaria y sobre la solvencia de Caja Madrid, germen de la posterior Bankia, que aun presentando datos aceptables, evolucionaba a la baja. Al igual que en 2004, se cuestionan las políticas comerciales de la entidad relativas al excesivo entusiasmo que impera en la concesión de hipotecas, y alertan del protagonismo que toma el ladrillo en dicha entidad.

A pesar de los esfuerzos mostrados por los inspectores del banco de España en el año 2009 los problemas de liquidez y morosidad son visibles, por lo que, en un intento por solucionarlos, a mediados de 2010 se fusiona con otras entidades, que tiene como resultado el nacimiento de Banco Financiero y de Ahorro (BFA). A ello se le sumó una acuciante necesidad de capital para superar los test de estrés impuestos por el BCE, lo que llevó a Bankia a cotizar en bolsa desde mediados de 2011.

2.4.2. ¿Hubiera sido posible aplicar el modelo de bail-in en el caso de Bankia?

Se espera, que en un sistema capitalista, quien se beneficia de la actividad y obtiene rendimientos en una situación de mercado positiva, también se vea perjudicado cuando las actuaciones sean negativas. ¿Entonces, por qué acudimos a la alternativa de la nacionalización y rescate con dinero público? ¿Por qué descargamos todos los efectos de la crisis económica sobre la sociedad? ¿No sería más adecuado acudir al modelo bail-in?

El Prof. Rallo junto a otros economistas, defendieron la posibilidad del rescate de Bankia a través de un modelo de bail-in. A través de este modelo los accionistas perderían el valor total de su inversión. Por lo que su paquete de acciones desaparecería y se emitirían otras nuevas, que se entregarían a los acreedores que hubieran asumido más riesgo.

Mediante este primer paso, convirtiendo todos los acreedores subordinados en acciones, aflorarían 15.000 millones de euros. En segundo lugar, si nos fijamos en deuda a largo plazo, de carácter preferente sobre la subordinada, pueden aflorar otros 8.000 millones convirtiendo en acciones el 10% de la deuda a medio plazo y el 30% de la deuda a largo plazo (entre 2017 y 2050). Por consiguiente, aquel accionista de Bankia, hubiera mantenido 70 euros en dinero y 30 euros en nuevas acciones de la compañía.

Este sistema no fue bien recibido en el momento de su aplicación. No obstante, explicaremos en el capítulo

siguiente cual ha sido la posición adoptada por las autoridades europeas en las nuevas resoluciones bancarias, y cuál ha sido el modelo de rescate utilizado en el caso del Banco Popular.

3 El rescate del banco popular

Los acuciantes problemas de liquidez y solvencia, provocados por la nefasta situación económica junto a la huida de depósitos, provocaron que el Banco Popular se convirtiera en el primer banco intervenido en la Unión mediante el Mecanismo Único de Resolución.

En junio de 2017 los ratios de solvencia y liquidez de la entidad popular se encontraban por debajo de los mínimos establecidos reglamentariamente, a pesar de haber superado los test de estrés de los años precedentes. ¿Ninguna autoridad fue capaz de anticipar estos problemas?

¿Por qué fallaron los test de estrés? Estos procedimientos no fueron capaces de identificar de manera exacta cuales eran los principales problemas de la entidad, de ahí su fracaso. La entidad popular se presentaba como el banco con mayor tasa de morosidad, unido a un elevado riesgo inmobiliario, algo que pasó inadvertido en los diferentes test realizados.

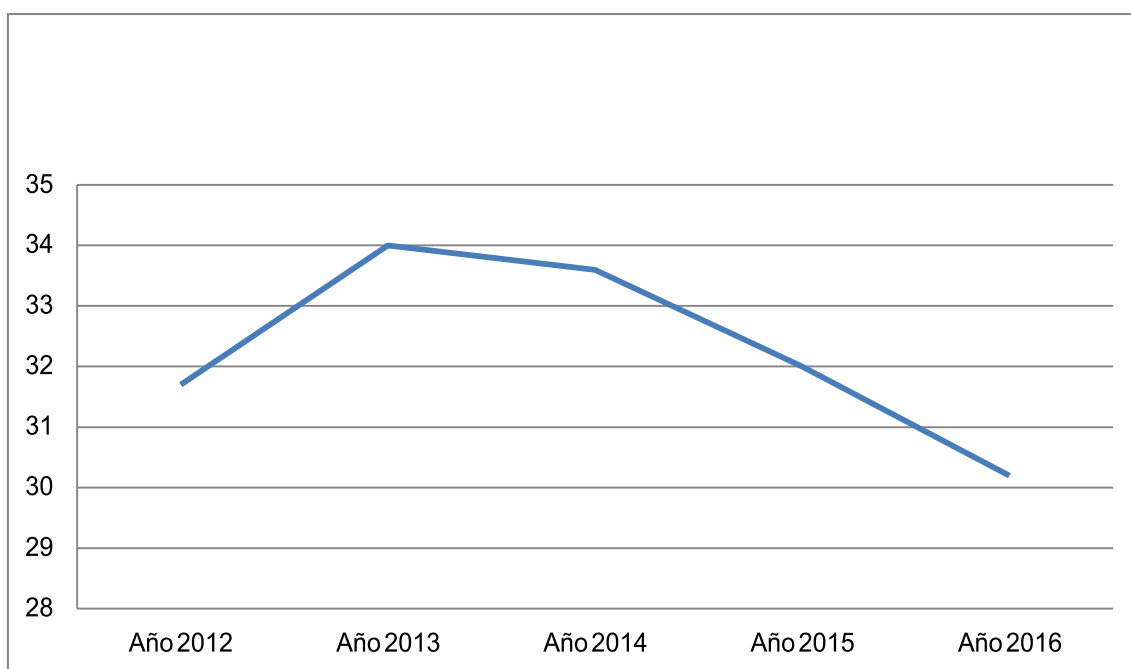


Gráfico 14- Riesgo inmobiliario del Banco Popular (en millones de euros)

Fuente: European Banking Authority (2018)

3.1. Modelo bail-in como novedad en el entorno europeo

Sin embargo, la nota característica de este rescate no fue solo que se trató del primer órgano intervenido por el MUR, sino que se sometió a un sistema nunca antes visto, denominado bail-in en el que accionistas y bonistas asumieron sus pérdidas.

La nueva normativa europea tiene dos pilares básicos:

- En un primer supuesto, decidir quién debe estar al frente en un supuesto de insolvencia. Se opta por un sistema de recapitalización interna o bail-in, el problema planteado por este sistema de recapitalización interna y mostrado en el precepto cuarto en su apartado primero es que los accionistas de todas las entidades tienen que ser claros conocedores que sus acciones, que anteriormente eran consideradas de bajo riesgo, ahora pueden desaparecer en el supuesto que la entidad deje de ser viable. No podemos olvidar que se trata de inversión en renta variable, pero a su vez la transparencia también es un elemento relevante en las reglas del mercado, por lo que, si aquellos inversores no fueron informados correctamente y se basaban en información errónea, es legítimo que reclamen la pérdida de su inversión. La recapitalización interna pretende que los recursos públicos no se vean afectados en este proceso de resolución. A diferencia del sistema de bail-out utilizado en otros rescates anteriores, no existe ayuda pública, por lo tanto, no hay inyección pública de capital.

- Por otro, quien es la entidad competente para actuar de manera más eficiente en un supuesto de colapso financiero de una entidad. La apertura del proceso de resolución se acordará a través del FROB, que informará de su decisión al Ministro de Economía, previa determinación de la situación de inviabilidad de la entidad.

3.2. Unión Bancaria

La crisis financiera ha puesto manifiesto la necesidad de llevar a cabo una regulación unitaria y coherente relativa a la supervisión del sector financiero de la zona euro. Se buscaba una normativa coherente que sirviera de hilo conductor para unificar a todas las entidades financieras. Para ello se crea la Unión Bancaria, compuesta por:

- El Código Normativo Único
- El Mecanismo Único de Supervisión
- El Mecanismo Único de Resolución. Este marco normativo pretende:
 - Reducir el riesgo
 - Reforzar la unión económica monetaria y garantizar la solidez del sistema financiero actual.
 - Garantizar que las entidades financieras puedan resistir a futuras crisis financieras.
 - Contribuir a responder con más rapidez, eficacia y eficiencia a los problemas planteados a través de una normativa común.
 - Aumentar la estabilidad financiera.
 - Cambiar de un sistema bail-out a bail-in, por lo que la repercusión para la economía real se ve francamente reducida.

Su estructura responde a la siguiente Figura:

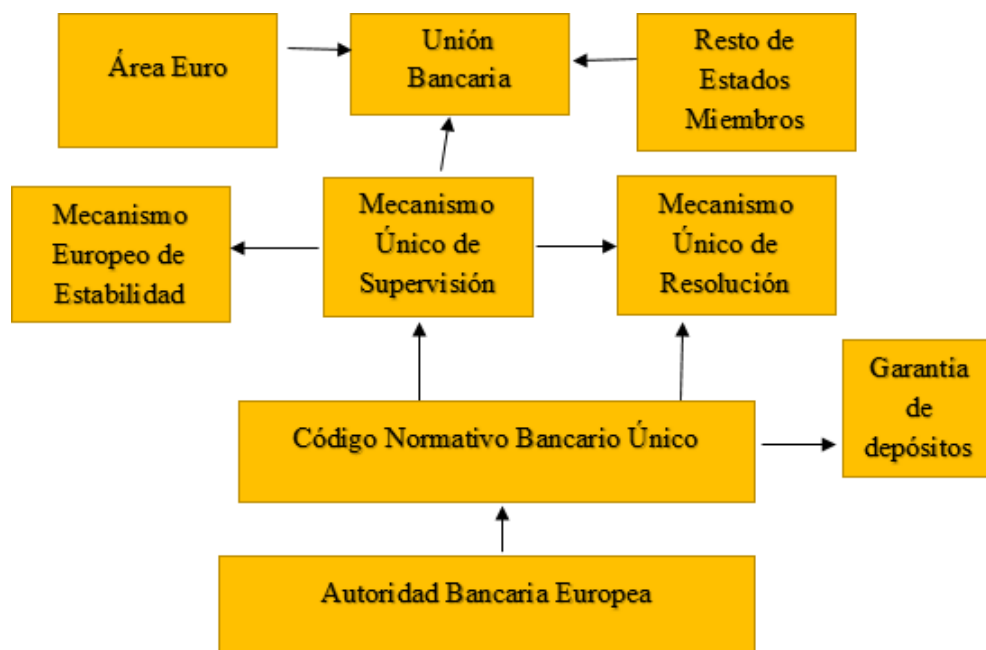


Figura 1. Resumen de la nueva normativa financiera

Fuente: Elaboración propia. Comisión Europea (2018)

3.3. Aplicación del nuevo sistema de liquidación bancaria

Palmariamente, podemos considerar el caso estudiado dentro de un supuesto de recapitalización interna o bail-

in, aunque verdaderamente, el caso del Banco Popular no se trata de un supuesto de bail-in propiamente dicho, ya que, de haberse dado, se hubieran contabilizado los activos del banco y se hubiesen compensado a los acreedores siguiendo el orden de prelación establecido en la directiva europea de rescates bancarios. En este supuesto se prefirió que fuera el Banco Santander, entidad compradora, quien asumiera la gestión de la entidad y asumiera las posibles pérdidas futuras.

En el supuesto español, la entidad encargada del proceso de resolución es el FROB, que queda destinado a la fase ejecutiva de resolución, perdiendo su papel de herramienta financiera tras la creación del Fondo de Resolución Nacional. Este Fondo de Resolución Nacional se trata de un fondo gestionado por el propio FROB, y que se encontrará financiado gracias a contribuciones y aportaciones de la propia industria financiera.

En cuanto a las consecuencias económicas de este nuevo mecanismo podemos citar las siguientes:

- El procedimiento, al realizarse con mayor premura reduce los supuestos de contagio y deterioro.
- Al evitarse los supuestos de contagio y deterioro, se evitan los efectos dañinos y por ende, se garantiza la estabilidad financiera.
- Permite la continuación de las actividades y servicios diarios. En el caso del Popular, al día siguiente, abrieron las oficinas con total normalidad sin producirse perturbación alguna y molestias de los depositantes.
- Al tratarse de un supuesto de recapitalización interna se protege al erario público y a los pequeños depositantes.
- Además, hace que sea mucho más rápido, por lo que se reducen los supuestos de contagio y deterioro.

4 Reflexiones finales: principales peligros que afronta el sistema financiero

Tras ver el recorrido que ha seguido la economía española y su sistema financiero desde el inicio de la crisis hasta la actualidad, toca poner en perspectiva qué nos deparará el futuro económico y concluiremos nuestro estudio. El tiempo se encargará de darnos o quitarnos la razón.

4.1 Las consecuencias de la política monetaria en el sistema financiero

El 12 de noviembre de 2008, el tipo de interés era del 3,25%; el 13 de julio de 2011, el 1,5%; y el 17 de marzo de 2016, del 0%. Es fácil observar cómo el exceso de liquidez acumulada no se ha reflejado en los precios, sino en los bonos públicos de los países de la zona euro. De una forma u otra, la gran expansión del balance del BCE tenía que traducirse de alguna manera en la economía, y esto ha sido en los títulos de deuda pública.

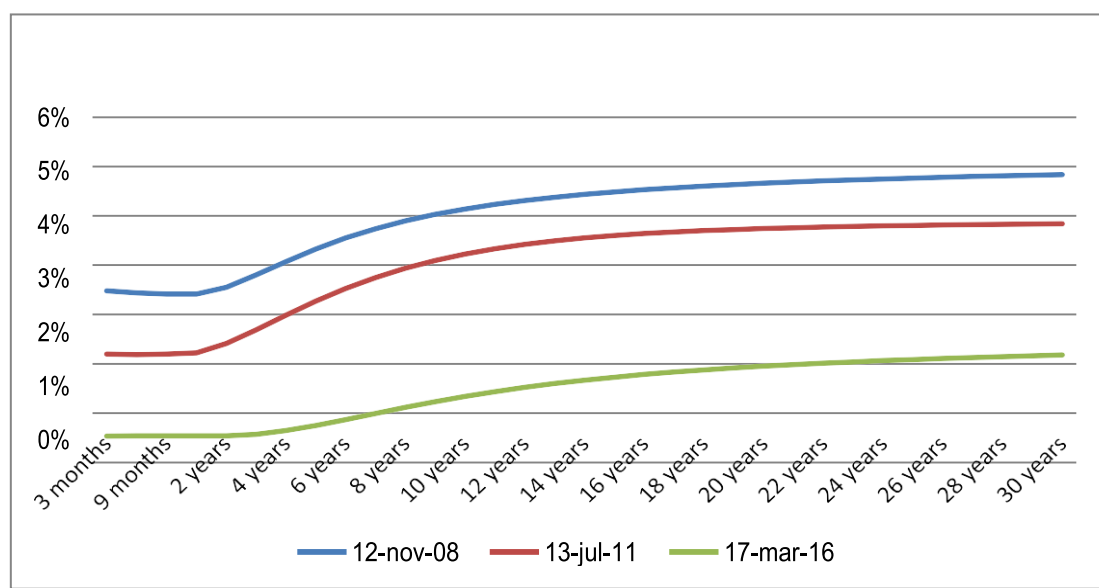


Gráfico 15- Rentabilidad de los bonos públicos

Fuente: Banco Central Europeo (2018).

Durante los años que está durando el QE, el BCE está consiguiendo que la liquidez circule a través del mecanismo de transmisión. El fin no es otro, como venimos diciendo, que el de inyectarla en el sistema para fomentar la formación bruta de capital. Pero eso no es lo que está ocurriendo. Sin ir más lejos, este *tsunami* de liquidez se está traduciendo en una mayor demanda de bonos soberanos, lo que hace que los precios de los mismos se disparan mientras la rentabilidad cae en picado (Gráfico 15).

Esto puede ser una clara señal de que se está formando una burbuja financiera en los bonos públicos. La sobrepujanza llevada a cabo por el BCE en estos activos y el mantenimiento de unas rentabilidades negativas está camuflando unos riesgos sistémicos que sólo podrán atajarse con la puesta en práctica de reformas estructurales por parte de los Estados. Desde el punto de vista del inversor, y del sistema financiero en particular, una excesiva exposición a este tipo de activos puede ser el detonante de la próxima crisis financiera, pues si el BCE decidiera replegar su programa de compras y subir los tipos de interés, el precio de los mismos caería en picado y sus rentabilidades se dispararían, con el consiguiente efecto que ello tendría en los balances de las entidades más expuestas.

Otra señal de alerta que nos indica que hay algo en la eurozona que no está funcionando bien es el pobre nivel que muestra la velocidad del dinero. Es bastante indicativo porque, tras la gran inyección de liquidez en el sistema, esta apenas se ve alterada. Parece que los programas de compras públicas de bonos no tienen un efecto claro y directo en la economía real, pues el nivel de transacciones apenas varía a pesar de que el público dispone, supuestamente, de más liquidez para consumir.

Esto refuerza el argumento anterior de que el nuevo crédito disponible se está focalizando en los mercados financieros: el impacto sobre la economía real es bastante pequeño, por lo que los riesgos se están concentrando en el sistema financiero.

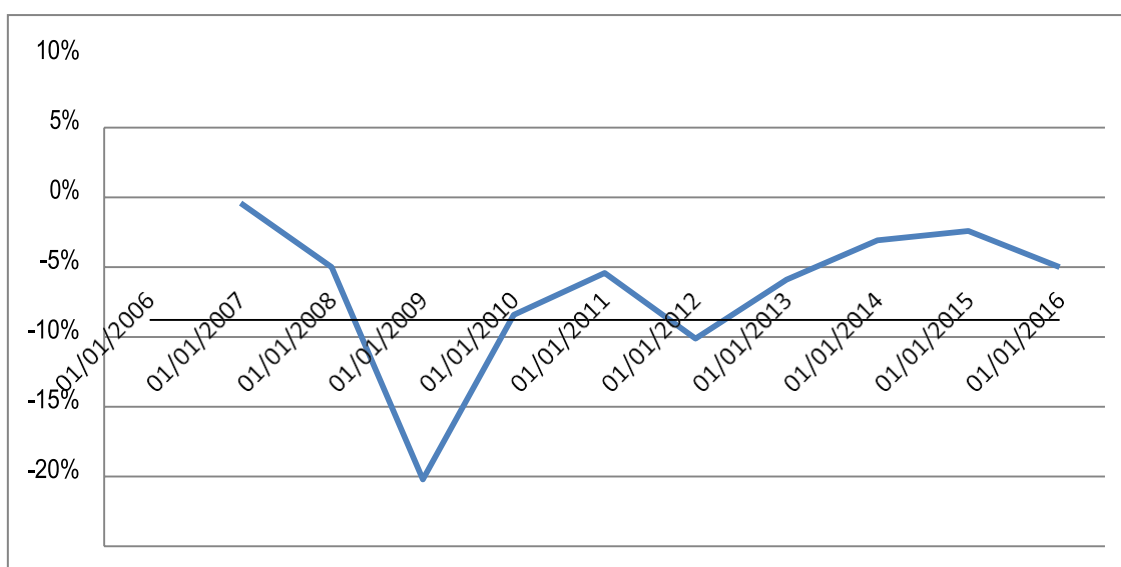


Gráfico 16- Variación % Velocidad del dinero

Fuente: Banco Central Europeo, Eurostat (2018)

No es de extrañar que la formación bruta de capital en la eurozona se mantenga estancada a pesar de los estímulos monetarios. Desde la puesta en marcha del programa de expansión monetaria, la formación bruta de capital en la eurozona ha aumentado del orden de unos 63.000 millones de euros. Todo eso tras una expansión del balance del BCE de más de 900.000 millones. Es decir, por cada euro de crédito adicional puesto en circulación, sólo se ha generado un incremento de la formación bruta de capital de 0,07€. No debe de extrañarnos la pobre capacidad que ha estado teniendo el BCE en los últimos tiempos para controlar la inflación.

Como venimos demostrando, el mercado real no parece lo atractivo que debería ser para los inversores, que se decantan por aprovechar la liquidez barata para acometer inversiones de tipo financiero que disparan los precios y desploman las rentabilidades, camuflando de esta forma tan peligrosa los riesgos de mercado existentes.

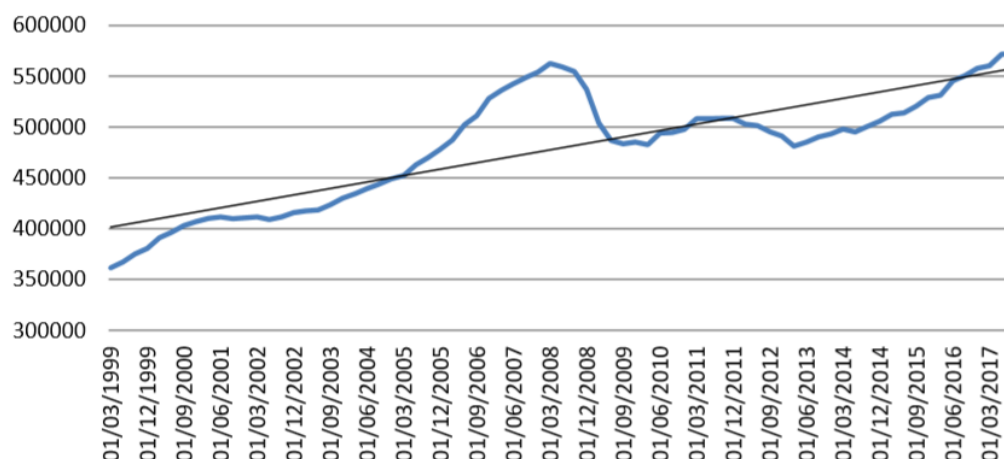


Gráfico 17- Formación bruta de capital fijo Zona Euro

Fuente: Banco Central Europeo (2018)

Por todo esto, a modo de resumen, podemos afirmar que estamos en presencia de una situación análoga a la que vivimos en 2007 con la burbuja inmobiliaria, solo que el activo estrella en cuestión sobre el que se está focalizando la inversión no son inmuebles, sino bonos soberanos.

5 Conclusiones

Las principales conclusiones a las que hemos llegado tras la realización de este TFG son las que se expresan a continuación.

1. No es fácil encontrar una única explicación a las causas últimas del ciclo económico y de las crisis financieras.
2. La crisis económica en España en realidad fueron dos: una financiera y otra de deuda, originadas una por la anterior tras un erróneo proceso de toma de decisiones por parte de los *policy makers*.
3. En la crisis española tuvo gran parte de responsabilidad, además del Gobierno español en el mal diseño de la política económica, el BCE, que cebó de liquidez el sistema ocultando riesgos importantes en la economía.
4. Tras la etapa aparentemente brillante de expansión afloraron gran cantidad de préstamos considerados como dudosos, problemas de descapitalización o incluso, problemas de liquidez y solvencia.
5. Los mecanismos de resolución bancaria aplicados en estos años de crisis en la mayor parte de los países vinculaban a las entidades financieras con sus haciendas públicas (Bail-out), creando un escenario de desconfianza, y además azotando fuertemente la economía del país en cuestión.
6. El modelo bancario anterior a la crisis presentaba grandes vicios como la concentración del riesgo en el sector de la construcción junto a un excesivo sobredimensionamiento del mismo.
7. Esto obligó a emprender un proceso de reestructuración del sistema financiero. Con ella, se crearon procedimientos alternativos a los anteriores (Bail-in) que han permitido gestionar de forma eficiente la resolución de entidades bancarias.
8. Este proceso de reestructuración ha provocado la mengua de los participantes en el sistema bancario. Ahora el mercado está más concentrado.
9. El BCE ha perdido poder de influencia sobre la economía y en concreto sobre la inflación. Los movimientos en el IPC se explican a día de hoy por las variaciones en los precios de las materias primas más que por los cambios en la base monetaria.
10. Con el QE puesto en práctica por el BCE desde el año 2011, se están inflando precios de activos financieros y ocultando riesgos sistémicos que pueden suponer las bases de la próxima crisis económica.

Referencias

- Blanchard, O., Amighini, A., Glavazzi, F. (2012). *Macroeconomía* (5ª ed., pp. 50-53, 71). Madrid: Pearson-Prentice Hall.
- Carbó, S., y Maudos, J. (2018). Diez interrogantes del sector bancario español. *Cuadernos De Información Económica*, 215, 89-105.
- Eggertsson, G., y Krugman, P. (2012). Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo Approach*. *The Quarterly Journal Of Economics*, 127(3), 1469-1513. <http://dx.doi.org/10.1093/qje/qjs023>
- Fisher, I (1911). *The Purchasing Power of Money: Its Determination and Relation to Credit, Interest, and Crises* (1ª ed., caps 2 y 8) Nueva York: McMillan. <http://www.econlib.org/library/YPDBooks/Fisher/fshPPM.html>
- Fisher, I. (1933). The Debt-Deflation Theory of Great Depressions. *Econometrica*, 1(4), 337. <http://dx.doi.org/10.2307/1907327>
- Freixas, X., y Rochet, J. (1999). *Economía bancaria* (1ª ed., pp. 1-34). Barcelona: Banco Bilbao Vizcaya, Antonio Bosch Editor.
- Friedman, M. (1992). *La economía monetarista* (2ª ed, cap. 4). Barcelona: Gedisa Editorial.
- Garrison, R. (2005). *Tiempo y dinero* (2ª ed., p. 114). Madrid: Unión Editorial. HAYEK, F. (1967). *Prices and production* (2ª ed.). New York: Augustus M. Kelley.
- Huerta de Soto, J. (2011). Economic recessions, banking reform and the future of capitalism1. *Economic Affairs*, 31(2), 76-84. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-0270.2011.02084.x>
- Keynes, J. (2014). *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero* (4ª ed., pp. 298-314). México D.F.: FCE - Fondo de Cultura Económica.
- Lacalle, D. (2017). *La gran trampa* (3ª ed.). Barcelona: Deusto.
- Martínez Álvarez, J., y Calvo González, J. (2012). *Banca y mercados financieros* (2ª ed., pp. 22-24). Valencia: Tirant lo Blanch.
- Maudos, J (2014). La concentración regional del mercado bancario español*. *Cuadernos de información económica*, 251. ECO2013-43959-R, 3-4.
- Rallo, J. (2012). *Una alternativa liberal para salir de la crisis* (2ª ed.). Barcelona: Deusto.
- Stiglitz, J. (2016). *El euro* (1ª ed., pp. 195-252). Madrid: Taurus.
- Von Mises, L. (2011). *La acción humana* (10ª ed., pp. 255-256/501-502). Madrid: Unión Editorial.

Webgrafía

- Lacalle, D. (2017). *¿Está usted preparado para el fin de la burbuja de bonos?* / [dlacalle.com](http://www.dlacalle.com). *Dlacalle.com*. Recuperado el 16 de noviembre de 2017, desde <http://www.dlacalle.com/esta-usted-preparado-para-el-fin-de-la-burbuja-de-bonos/>
- La viabilidad de la reserva fraccionaria*. (2017). Instituto Juan de Mariana. Recuperado el 21 de noviembre de 2017, desde <https://www.juandemariana.org/ijm-actualidad/analisis-diario/la-viabilidad-de-la-reserva-fraccionaria>
- Los peritos del Banco de España ratifican que la salida a Bolsa de Bankia fue fraudulenta*. (2018). *abc*. Recuperado el 16 de diciembre de 2017, desde <http://www.abc.es/economia/abci-peritos-banco-espana-ratifican-salida-bolsa-bankia-fraudulenta-201705081826-noticia.html>
- Allen de Salazar, P. (2018). *Bruselas sigue sin ver alarmante la concentración bancaria en España*. *El Periódico*. Recuperado el 16 de diciembre de 2017, desde <https://www.elperiodico.com/es/economia/20170821/comision-europea-concentracion-bancos-espana-6217971>
- Cómo la crisis desembocó en el mayor quebranto al erario público de la historia española - El salmón contracorriente*. (2018). *Elsalmoncontracorriente.es*. Recuperado el 20 de enero de 2018, desde <http://www.elsalmoncontracorriente.es/?Como-la-crisis-desemboco-en-el>
- Nota de prensa (2018). *Bde.es*. Recuperado el 20 de enero de 2018, desde

<https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/InformacionInteres/ReestructuracionSectorFinanciero/Ficheros/es/presbe22.pdf>

Oferta pública de suscripción y admisión a negociación de Bankia, S.A. (2018). *Bankia.es*. Recuperado el 20 de enero de 2018, desde <https://www.bankia.es/Ficheros/CMA/ficheros/registrore.PDF>

Información sobre instrumentos de recapitalización (2017). *Bbva.es*. Recuperado el 13 de febrero de 2017, desde <https://www.bbva.es/estaticos/mult/informacion-instrumentos-financieros.pdf>

BOE.es - Documento consolidado BOE-A-2015-6789. (2018). *Boe.es*. Recuperado el 13 de febrero de 2018, desde <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2015-6789>

From bail-out to bail-in. (2017). *The Economist*. Recuperado el 28 de marzo de 2018, desde <http://www.economist.com/node/15392186>

Alternativa al Rescate a la Banca: ¿Qué es el Bail-In?. (2018). *QueAprendemosHoy.com*. Recuperado el 28 de marzo de 2018, desde <http://queaprendemoshoy.com/alternativa-al-rescate-a-la-banca-que-es-el-bail-in/>

Unión bancaria - Consilium. (2018). *Consilium.europa.eu*. Recuperado el 29 de marzo de 2018, desde <http://www.consilium.europa.eu/es/policies/banking-union/>

Nueva Ley sobre rescate y liquidación de entidades financieras en crisis - Transcom Legal Services. (2018). *Transcom Legal Services*. Recuperado 22 de abril de 2018, desde <http://www.transcomlegal.com/nueva-ley-sobre-rescate-y-liquidacion-de-entidades-financieras-en-crisis/>

El mayor rescate de la historia: Bankia recibirá 23.500 millones de dinero público. Noticias de Economía. (2018). *El Confidencial*. Recuperado el 22 de abril de 2018, desde https://www.elconfidencial.com/economia/2012-05-25/el-mayor-rescate-de-la-historia-bankia-recibira-23-500-millones-de-dinero-publico_260976/

Sociedad de gestión de activos procedentes de la reestructuración bancaria (2018). *Bde.es*. Recuperado el 23 de abril de 2018, desde https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/InformacionInteres/ReestructuracionSectorFinanciero/Archivo/Ficheros/background_frob161112.pdf

Jiménez, M. (2018). *La matriz de Bankia pide 19.000 millones públicos e inyectará 12.000 en su filial. EL PAÍS*. Recuperado el 1 de mayo de 2018, desde https://elpais.com/economia/2012/05/25/actualidad/1337956397_726943.html

Roig, P., & S.L., U. (2018). *Banco Popular, primer banco intervenido por la UE. Expansión.com*. Recuperado el 1 de mayo de 2018, desde <http://www.expansion.com/empresas/banca/2017/06/07/5937a4f2468aeb80498b457d.ht ml>

Del bail-out al bail-in: alternativa privada a los rescates financieros con dinero público. (2018). *Diego Sánchez de la Cruz*. Recuperado el 2 de mayo de 2018, desde <http://diegosanchezdelacruz.com/2012/06/04/del-bail-out-al-bail-in-alternativa-privada-a-los-rescates-financieros-con-dinero-publico>

¿Son los rescates bancarios medidas socialistas o liberales?. (2018). *QueAprendemosHoy.com*. Recuperado el 2 de mayo de 2018, desde <http://queaprendemoshoy.com/por-que-los-rescates-bancarios-son-medidas-socialistas/>

Sarries, P., & S.L., U. (2018). *Popular incumplía las ratios mínimas de liquidez y de solvencia antes de entrar en resolución. Expansión.com*. Recuperado el 8 de mayo de 2018, desde <http://www.expansion.com/empresas/banca/2017/11/03/59fb76fa46163fdb358b460b.ht ml>

La aplicación del Mecanismo Único de Resolución en el caso Banco Popular. (2018). *El Jurista*. Recuperado el 8 de mayo de 2018, desde <http://www.eljurista.eu/2017/07/05/la-aplicacion-del-mecanismo-unico-de-resolucion-en-el-caso-banco-popular/>

¿Son los rescates bancarios medidas socialistas o liberales?. (2018). *QueAprendemosHoy.com*. Recuperado el 8 de mayo de 2018, desde <http://queaprendemoshoy.com/por-que-los-rescates-bancarios-son-medidas-socialistas/>

Bail-in, un riesgo que debe ser advertido - FinReg. (2018). *FinReg*. Recuperado el 10 de mayo de 2018,

- desde <http://www.rdmf.es/2017/12/bail-in-riesgo-advertido/>
- Borrador de metodología y plantillas, *Stress test* (2018). *Managementsolutions.com*. Recuperado el 10 de mayo de 2018, desde <https://www.managementsolutions.com/sites/default/files/publicaciones/esp/201706- EBA-2018-EU-wide-stress-test-draft-methodology-esp.pdf>
- Barrón, Í. (2018). *Por qué los test de estrés no anticiparon la grave crisis del Popular*. *EL PAÍS*. Recuperado el 15 de mayo de 2018 https://elpais.com/economia/2017/05/26/actualidad/1495824651_143940.html
- Unión bancaria - Consilium. (2018). *Consilium.europa.eu*. Recuperado el 15 de mayo de 2018, desde <http://www.consilium.europa.eu/es/policies/banking-union/>
- Mecanismo Único de Resolución - Consilium. (2018). *Consilium.europa.eu*. Recuperado el 15 de mayo de 2018, desde <http://www.consilium.europa.eu/es/policies/banking-union/single-resolution- mechanism/>
- Bail-in, un riesgo que debe ser advertido - FinReg. (2018). *FinReg*. Recuperado el 15 de mayo de 2018, desde <http://www.rdmf.es/2017/12/bail-in-riesgo-advertido/>

Bases de Datos

- INEbase / Economía / Cuentas económicas / Contabilidad nacional anual de España / Resultados. (2017). *Ine.es*. Recuperado el 19 de Septiembre de 2017, desde http://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica_C&cid=1254736165_950&menu=resultados&idp=1254735576581
- Informe Crisis financiera. (2017). *Bde.es*. Recuperado el 9 de octubre de 2017, desde http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/OtrasPublicaciones/Fich/InformeCrisis_Completo_web.pdf
- Evolución histórica del euríbor - BBVA.es. (2017). *Bbva.es*. Recuperado el 12 de octubre de 2017, desde <https://www.bbva.es/general/finanzas-vistazo/hipotecas/evolucion-euribor/index.jsp>
- Eurostat. (2017). *Appsso.eurostat.ec.europa.eu*. Recuperado el 12 de octubre de 2017, desde <http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/submitViewTableAction.do>
- Database - Eurostat. (2017). *Ec.europa.eu*. Recuperado el 25 de octubre de 2017, desde <http://ec.europa.eu/eurostat/web/national-accounts/data/database>
- Private sector debt, consolidated - % of GDP - Eurostat. (2017). *Ec.europa.eu*. Recuperado el 29 de octubre de 2017, desde <http://ec.europa.eu/eurostat/web/products-datasets/-/tipspd20>
- Portal del Cliente Bancario - Tipo de Interés - Tipos de interés de referencia y otros tipos frecuentes - Oficiales para préstamos hipotecarios - Oficiales para la revisión de tipos y cuotas - Tabla de los tipos oficiales de referencia para la revisión de tipos y cuotas. (2017). *Bde.es*. Recuperado el 1 de noviembre de 2017, desde https://www.bde.es/clientebanca/es/areas/Tipos_de_Interes/Tipos_de_interes/Oficiales para p/Tipos referencia/tipos/Tabla de los tip/
- Eurostat – General Government Gross Debt. (2017). *Ec.europa.eu*. Recuperado el 3 de noviembre de 2017, desde http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=teina_225&plugin=1
- Bank, E. (2017). *Eurosystem balance sheet*. *European Central Bank*. Recuperado el 10 de noviembre de 2017, desde <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/balance/html/index.en.html>
- Prima de riesgo de España Enero 2009. (2017). *datosmacro.com*. Recuperado el 11 de noviembre de 2017, desde <https://www.datosmacro.com/prima-riesgo/espana?dr=2009-01>
- Parados por sexo y edad. (2017). *Ine.es*. Recuperado el 12 de noviembre de 2017, desde <http://www.ine.es/jaxiT3/Datos.htm?t=4086>
- Bank, E. (2017). *Official interest rates*. *European Central Bank*. Recuperado el 13 de noviembre de 2017, desde https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html
- Glosario de las síntesis - EUR-Lex. (2017). *Eur-lex.europa.eu*. Recuperado el 14 de noviembre de 2017,

- desde http://eur-lex.europa.eu/summary/glossary/stability_growth_pact.html?locale=es
- Tasa de actividad por sexo y edad.* (2017). *Ine.es*. Recuperado el 14 de noviembre de 2017, desde <http://www.ine.es/jaxiT3/Datos.htm?t=4050>
- Eurostat – General Government Deficit.* (2017). *Ec.europa.eu*. Recuperado el 14 de noviembre de 2017, desde http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=teina_200&plugin=1
- Informe sobre la crisis económica.* (2016). *Bde.es*. Recuperado el 15 de noviembre de 2017, desde http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/OtrasPublicaciones/Fich/InformeCrisis_Completo_web.pdf
- Bono español a 10 años.* (2017). *Ine.es*. Recuperado el 25 de diciembre de 2017, desde <http://www.ine.es/jaxi/Datos.htm?path=/t38/p604/a2000/10/&file=1800010.px>
- Euro area yield curves.* (2018). *Ecb.europa.eu*. Recuperado el 13 de enero de 2018, desde: https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/euro_area_yield_curves/html/index.en.html
- M2 and components - Monetary aggregates - ECB Statistical Data Warehouse.* (2018). *Sdw.ecb.europa.eu*. Recuperado el 13 de enero de 2018, desde http://sdw.ecb.europa.eu/browseChart.do?dc=&removeItem=L22&ec=&rc=&oc=&node=9691573&df=true&FREQ=Q&pb=&removedItemList=&BS_ITEM=L22&activeTab=&DATASET=0
- Gross fixed capital formation - Euro area 19 (fixed composition) - World (all entities, including reference area, including IO), Total economy, Fixed assets by type of asset (gross), Euro, Current prices, Non transformed data, Calendar and seasonally adjusted data - Quick View - ECB Statistical Data Warehouse.* (2018). *Sdw.ecb.europa.eu*. Recuperado el 16 de enero de 2018, desde http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=MNA.Q.Y.I8.W0.S1.S1.D.P51.G.N11G.T.Z.EUR.V.N
- Banco Popular. Stress test- 2011* (2018). *Eba.europa.eu*. Recuperado el 15 de marzo de 2018, desde <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/15935/ES064.pdf/42b21ed0-270c-49ff-a6f7-48c2bfa0a985>
- Banco Popular. Stress test- 2014* (2018). *Eba.europa.eu*. Recuperado el 15 de marzo de 2018, desde http://www.eba.europa.eu/documents/10180/851773/ES_80H66LPTVDLM0P28XF25.pdf
- Banco Popular. Stress test- 2016* (2018). *Eba.europa.eu*. Recuperado el 15 de marzo de 2018, desde http://www.eba.europa.eu/documents/10180/1519983/EBA_TR_ES_80H66LPTVDLM_0P28XF25.pdf